

# 金牌厨柜家居科技股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【356】号 01

让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

# 金牌厨柜家居科技股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
金 23 转债	AA	AA

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：金牌厨柜家居科技股份有限公司（以下简称“金牌家居”或“公司”，股票代码“603180.SH”）为国内定制家居知名企业，2024 年公司持续推进零售渠道变革、深度赋能品牌装企以及拓展海外市场，对“四驾马车（零售、家装、精装、海外）”业务战略进行全面迭代升级，具有较强的市场竞争优势，同时继续强化业务风险管理，营收较为稳健，业务获现能力仍较好；同时中证鹏元也关注到，受行业阶段性调整、竞争加剧等影响，公司业绩面临阶段性承压，在当下市场环境下，规划及在建产能或面临一定的产能消化压力。

## 评级日期

2025 年 06 月 26 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	60.38	63.72	59.73	48.64
归母所有者权益	28.46	28.11	27.68	25.94
总债务	16.22	16.86	16.14	8.68
营业收入	5.87	34.75	36.45	35.53
净利润	0.32	1.93	2.90	2.73
经营活动现金流净额	-4.16	3.82	6.44	2.47
净债务/EBITDA	--	-0.61	-1.04	-1.18
EBITDA 利息保障倍数	--	11.42	19.21	214.66
总债务/总资本	36.25%	37.43%	36.76%	25.00%
FFO/净债务	--	-69.04%	-58.74%	-49.01%
EBITDA 利润率	--	11.17%	12.63%	11.92%
总资产回报率	--	3.51%	5.64%	6.30%
速动比率	0.95	0.96	1.05	0.79
现金短期债务比	1.75	2.27	2.60	1.71
销售毛利率	29.96%	28.68%	29.58%	29.46%
资产负债率	52.76%	55.76%	53.50%	46.50%

注：2022-2024 年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负。  
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：王钰  
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：秦方琴  
qinfq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **作为定制家居知名企业，2024 年公司持续推进零售渠道变革、深度赋能品牌装企以及拓展海外市场，仍具有较强的市场竞争优势。**公司产品覆盖整体厨柜、整体衣柜、木门、卫阳、智能家居、软装家具配套品等全屋领域，厨柜及定制产品在国内具有较好的品牌知名度。2024 年公司全面推进战略规划的系统优化，对“四驾马车（零售、家装、精装、海外）”业务战略进行全面迭代升级，家装业务及海外业务实现较快增长，大宗业务整体保持稳定，在行业需求整体收缩的背景下，2024 年公司营收整体较为稳健。
- **公司继续进行业务风险管理，主营业务获现能力仍较好，现金类资产充足。**2024 年公司大宗业务收入占主营业务收入比重小幅提升，公司大宗业务以工程代理商作为安全屏障，以进行风险控制。同时公司优化尾部经销商以及改制直营门店以对抗市场风险。公司业务模式以以销定产、先款后货为主，获现能力较强，现金类资产充足，面临的债务压力不大。

## 关注

- **行业进入调整阶段，存量竞争压缩盈利空间，业绩面临一定阶段性压力。**定制家居需求受外部不利环境等影响，行业进入调整阶段；存量市场竞争下，“以价换量”、“市场下沉”等营销策略压缩盈利空间，2024 年定制家具行业多数上市公司出现营收与利润的负增长，业绩面临一定阶段性压力。
- **公司在建（含规划）产能或面临一定的产能消化风险及资本支出压力。**“金 23 转债”的募投项目于 2023 年开始投产，仍处于产能爬坡阶段，其面向的西部市场仍待进一步开拓，且公司在建（含规划）产能较多，需关注行业需求承压对公司新增产能带来的消化压力，同时公司部分在建（含规划）产能项目尚需一定的资本投入。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在定制家居领域具有一定知名度与领先优势，近年持续构建以“零售、家装、精装、海外”四大业务增长战略矩阵，加大渠道变革、多品类布局及海外市场拓展，仍具有较强的市场竞争力，且业务获现能力较好，债务压力不大。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	金牌家居	欧派家居	索菲亚	志邦家居	好莱客	我乐家居	皮阿诺
总资产	63.72	352.25	163.72	67.15	47.59	25.02	15.36
营业收入	34.75	189.25	104.94	52.58	19.10	14.32	8.86
净利润	1.93	26.03	14.33	3.85	0.81	1.21	-3.78
销售毛利率	28.68%	35.91%	35.43%	36.27%	33.41%	46.32%	24.28%
期间费用率	24.03%	20.98%	20.66%	26.59%	28.68%	36.61%	24.50%
资产负债率	55.76%	45.89%	52.57%	49.38%	34.27%	51.40%	39.35%
大宗业务占比	35.76%	16.09%	12.59%	32.02%	12.99%	11.17%	42.22%

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
金 23 转债	7.70	7.69992	2024-6-27	2029-4-17

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年4月发行6年期7.70亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”），扣除发行费用后，募集资金用于投资金牌西部物联网智造基地项目（一期项目）。截至2024年末，公司使用闲置募集资金购买结构性存款未到期本金余额为1.70亿元，截至2025年3月末，本期债券募集资金专项账户活期余额为2.21万元。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2025年3月末，本期债券累计转股206股，公司股本小幅增至15,425.71万元。本期债券转股期限为2023年10月23日至2029年4月16日，初始转股价为39.57元/股，经转股价调整，目前最新转股价为38.03元/股，公司股票2025年6月17日收盘价为19.29元/股。

截至2025年3月末，公司第一大股东厦门市建潘集团有限公司（以下简称“建潘集团”）持有公司41.52%的股权，系公司控股股东；一致行动人温建怀先生与潘孝贞先生合计控制公司60.20%的股份，为公司的实际控制人，公司股权结构图详见附录二。

截至2025年5月10日，公司控股股东建潘集团、一致行动人温建怀先生与潘孝贞先生已质押公司股份数量分别为2,739.93万股、851.70万股、496.80万股，分别占各自持有股份数的42.50%、47.19%、46.16%，控股股东及一致行动人合计已质押数量占公司总股本的比重为26.50%。2025年3月末公司前十大股东持股明细如下表所示。

**表1 截至 2025 年 3 月末公司前十大股东明细**

股东名称	持股比例	持股总数（万股）
厦门市建潘集团有限公司	41.52%	6,404.43
温建怀	11.70%	1,804.98
潘孝贞	6.98%	1,076.14
温建北	3.09%	475.91
潘美玲	2.47%	380.52
中国民生银行股份有限公司—光大保德信信用添益债券型证券投资基金	1.40%	216.57
潘宜琴	1.29%	198.31
温建河	1.28%	198.00
中国银行股份有限公司—博时消费创新混合型证券投资基金	0.93%	142.88
全国社保基金一零三组合	0.91%	140.25
<b>合计</b>	<b>71.57%</b>	<b>11,037.98</b>

注：公司股东中温建怀、潘孝贞为公司一致行动人，合计持有建潘集团 98.50%股权。温建怀与温建北、温建河为兄弟关系，潘孝贞和潘宜琴为兄妹关系，潘美玲为潘孝贞侄女。

资料来源：公司 2025 年第一季度报告，中证鹏元整理

2024年公司新增加子公司较多，主要系因业务经营、市场拓展等需要增加的子公司，各子公司规模均较小；期末公司重要子公司为江苏金牌厨柜有限公司（以下简称“江苏金牌”），其拥有江苏生产基地。

**表2 截至 2024 年末公司主要子公司业务及财务表现（单位：亿元）**

公司名称	主营业务	注册资本	总资产	营业收入	净利润
江苏金牌	厨柜、衣柜、木门等生产及销售	1.30	14.36	10.61	0.45

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

### 三、运营环境

#### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度的经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

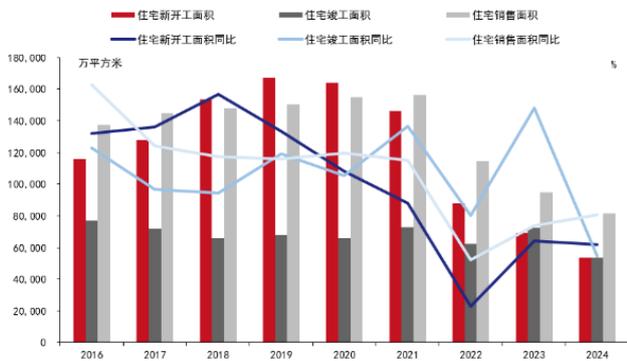
#### 行业环境

**定制家居受外部不利环境等影响，行业进入调整阶段；存量竞争下，一站式消费模式成为主流，企业发力布局“全品类”、整装渠道，以期获得结构性增长机会，但短期内行业盈利能力减弱**

定制家居行业具备后地产周期和消费品双重属性，外部不利环境等使得行业承压较大。2022年以来

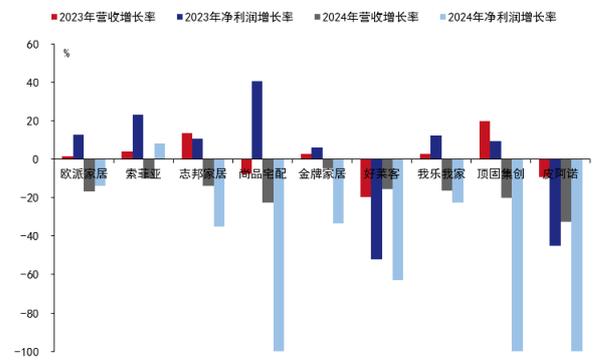
国内住宅新开工面积大幅减少的影响持续向后端传递，2024年住宅竣工面积跌幅达到历年之最，虽然受各项刺激政策影响住宅销售面积跌幅继续收窄，但房地产行业仍未走出低迷状态。同时，从社会消费品零售总额数据来看，2023年以来家具类零售额虽维持增长，但增幅不大，2023年和2024年分别同比增长2.8%、3.6%，以旧换新政策虽持续发力，但可选消费仍然疲软，消费者价格敏感度提升，“以价换量”、“市场下沉”等营销策略成主流，消费降级趋势下提振消费效果仍有待观察。就定制家居行业而言，在新房增量市场持续收缩的背景下，2024年国内A股主要上市公司营业收入均出现了下滑，跌幅最高达32.68%，二手房和老旧改造市场重要性逐渐凸显，存量市场争夺更加激烈。行业继续深化“全品类”布局，并加大“优惠套餐”推出力度，并希望借“国补”政策扩大客群覆盖，行业盈利能力减弱，多数国内A股主要上市公司净利润跌幅超过营收跌幅，部分企业跌幅超过100%。

图1 我国住宅建设销售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 上市定制家居企业业绩压力加大



注：尚品宅配、顶固集创、皮阿诺 2024 年净利润跌幅实际超过 100%。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

渠道层面上，行业持续布局整装渠道，家装公司成为定制家居行业重要的流量接口。虽然当前整体需求在持续收缩，但定制家居行业的集中度仍然较低，“整装”革命能否带来结构性增长和新一轮行业洗牌，仍有待进一步观察。

## 四、经营与竞争

公司主营业务仍为整体橱柜、整体衣柜和定制木门等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。2024年定制家居行业需求疲弱，在此背景下公司营业收入同比下降4.68%，增速首次为负；2025年一季度下行趋势扩大，同比增速为-8.35%。2024年公司毛利率基本维持稳定，但受大宗业务主要采用代理商模式影响，毛利率水平弱于行业平均水平。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
整体橱柜	3.22	56.32%	28.90%	20.25	59.88%	26.60%	22.32	62.95%	29.22%

整体衣柜	2.06	35.97%	31.21%	10.59	31.31%	33.04%	10.44	29.45%	29.70%
木门	0.36	6.37%	8.07%	2.50	7.40%	7.65%	2.46	6.93%	7.22%
其他	0.08	1.34%	22.27%	0.48	1.41%	22.05%	0.24	0.68%	22.57%
<b>合计</b>	<b>5.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.31%</b>	<b>33.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.15%</b>	<b>35.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.80%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、2025 年一季度经营数据公告，中证鹏元整理

在行业需求不振的背景下，2024年公司主要渠道经销渠道门店收入有所下滑，公司继续加大渠道变革和多品类布局对抗风险，通过拓展业务边界维持大宗业务收入，同时海外市场的拓展对冲了部分下行压力，但公司营收规模仍较去年同期有所下降，整体较为稳健

2024年公司将直营门店全部转为经销渠道业务，主营业务收入仍主要来自经销商、大宗及海外业务，2025年一季度，受行业需求及季节性调整等影响，除经销收入外，大宗业务、海外业务等收入均出现下滑。

**表4 公司主营业务收入分销售模式情况（单位：亿元）**

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
经销店	3.06	53.45%	37.33%	17.56	51.94%	36.31%	18.81	53.05%	35.40%
直营店	--	--	--	0.10	0.30%	49.34%	0.96	2.71%	51.29%
大宗业务	1.87	32.60%	12.93%	12.42	36.74%	14.00%	12.76	35.99%	15.41%
境外	0.74	12.88%	30.44%	3.35	9.91%	27.35%	2.74	7.72%	24.65%
其他	0.06	1.07%	21.19%	0.37	1.11%	26.08%	0.19	0.53%	32.69%
<b>合计</b>	<b>5.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.31%</b>	<b>33.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.15%</b>	<b>35.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.80%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、2025 年一季度经营数据公告，中证鹏元整理

经销模式下，门店数量是收入的重要支撑。2024年末公司门店数合计达3,886家，在行业内排名靠前，在行业上市公司中处于中上水平，但当年门店整体净减少23家，主要是当前行业需求承压，导致存量门店业绩面临压力，公司优化尾部经销商以及改制直营门店所致，同时随着公司大家居战略持续推进，公司将原有单品类门店店态调整为多品类或家居馆；其中金牌厨柜门店数量调整最明显。近年公司发力整装渠道并自拓品牌，金牌厨柜整装馆、阳台卫浴、金牌木门等门店数量有增无减，为公司整装、家装等收入提供支撑。

在渠道管理上，2024年公司对“四驾马车（零售、家装、精装、海外）”业务战略进行全面迭代升级，全面推进新零售140<sup>1</sup>战略落地，引导经销商打造“家装、拎包、局改、线上营销”等多线战斗力，推动一城多商多渠道布局；自主建立以零售家装、整装以及家装直供三位一体的家装渠道业务矩阵，不断提升与头部/腰部装企覆盖率，2024年家装渠道业绩同比增长约40%；基于此，在行业需求整体收缩的背景下，2024年以来公司经销渠道营收下滑幅度不大。

<sup>1</sup> 1指门店，4指线上营销、家装、拎包、局改，0指整装。

**表5 公司 2023-2024 年不同品牌门店数一览（单位：家）**

年份	门店类型	期初数量	期间新开	期间关闭	期间净增加	期末数量
2024 年	经销店	3,891	393	398	-5	3,886
	其中：金牌厨柜	1,709	41	154	-113	1,596
	金牌衣柜	1,152	52	109	-57	1,095
	金牌木门	660	125	64	61	721
	金牌厨柜整装馆	151	83	17	66	217
	阳台卫浴	89	38	17	21	110
	玛尼欧（厨电品牌）	148	36	37	-1	147
	直营店	18	0	18	-18	0
	<b>合计</b>	<b>3,909</b>	<b>393</b>	<b>416</b>	<b>-23</b>	<b>3,886</b>
2023 年	经销店	3,706	591	406	185	3,891
	其中：金牌厨柜	1,769	155	215	-60	1,709
	金牌衣柜	1,091	187	126	61	1,152
	金牌木门	561	146	65	81	660
	金牌厨柜整装馆	91	60	0	60	151
	阳台卫浴	74	15	0	15	89
	玛尼欧（厨电品牌）	120	28	0	28	148
	直营店	23	0	5	-5	18
	<b>合计</b>	<b>3,729</b>	<b>591</b>	<b>411</b>	<b>180</b>	<b>3,909</b>

注：（1）上表中门店统计包含在建店，店态包含专卖店、综合店、家居馆以及专区；（2）公司门店变动主要是优化尾部经销商及店态调整升级所致。

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

在大宗业务模式方面，公司仍主要通过工程代理商承接公司大宗业务，公司进行生产并将生产产品销售给工程代理商，并与其结算，由工程代理商实施项目安装落地等后续服务，因此公司开展的大宗业务风险较低。在业务拓展上，公司继续依托厨柜品牌优势，逐步将木门、厨电等品类带入精装集采，积极布局保障安居、城投城建等新渠道。2024年，大宗业务仍是公司重要的收入来源，实现收入12.42亿元，同比小幅下滑2.64%，且大宗业务毛利率以代理商模式落地因此相对较低。

海外渠道拓展方面，公司延续之前的拓客思路及交付保障逻辑，通过“智造能力+本土化服务+品牌影响力”的三维驱动，实现公司海外业务营收保持良好增势，2024公司海外业务营收同比增长22.34%

**公司四大生产基地产能充足且产地分布较广，2024年以来项目投资放缓，需关注行业需求承压对公司在建（含规划）产能带来的消化压力，同时部分项目需自筹资金规模较大，尚需一定的资本投入**

公司目前拥有厦门、泗阳、成都及泰国四大生产基地，各基地均有多品类生产能力，面向不同区域市场，公司产能充足且产地分布较广。截至2024年末，公司主要在建项目（含规划）包括红安生产基地、成都工厂、泰国基地等项目，其中：（1）成都工厂为本期债券募投项目，于2023年10月开始试投产，目

前处于产能爬坡阶段，2024年成都金牌厨柜家居科技有限公司实现营业收入3.91亿元，其辐射的西部市场仍待进一步开拓；（2）红安生产基地为2023年新增规划项目，已于2025年开始投建；（3）泰国基地厂房地勘项目属于2024年新规划的泰国（罗勇府）基地项目，主要系原通过厂房租赁方式在泰国设立的北揽府工厂已无法满足海外市场需求及厂房租赁存在不确定性，泰国（罗勇府）基地计划总投资不超过7.00亿元，项目将分批投入建设，目前一期一阶段已于2025年3月开始投入建设。同时，2025年1月，公司根据市场需求情况以及考虑到成都基地已建成投产、红安基地筹建中，将同安四期项目3#、6#厂房建设预计达到可使用状态的日期由2024年12月31日调整至2026年12月31日。综上，受行业需求及外部不利环境等影响，2024年以来公司项目投资进度放缓。在考虑相关项目扣除使用募集资金后，2024年末主要在建项目尚需以自有资金投入，公司面临一定的资本性开支。

**表6 截至2024年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预算数	累计投入	累计投入占预算比例	资金来源
厦门同安二期项目	8,055.60	7,226.68	89.71%	募集、自筹
厦门同安四期项目	27,495.52	22,153.14	80.57%	募集、自筹
江苏泗阳一、二期项目	17,475.00	15,725.75	89.99%	自筹
江苏泗阳三期项目	45,000.00	11,074.50	24.61%	自筹
四川成都工厂	68,863.14	63,540.02	92.27%	募集、自筹
湖北红安生产基地项目	80,000.00	328.00	0.41%	自筹
泰国基地厂房地勘项目	6,250.00	128.75	2.06%	自筹
马来西亚卫星工厂建设项目	3,825.00	915.32	23.93%	自筹
<b>合计</b>	<b>256,964.26</b>	<b>121,092.16</b>	-	-

注：（1）四川成都工厂预算数较最初预算数减少主要系扣除了机器设备部分预算所致；（2）厦门同安四期项目预算数较上期有所减少主要系扣除了机器设备部分预算所致。

资料来源：公司2024年年报、公司提供，中证鹏元整理

产销方面，2024年公司整体厨柜、木门的产销量均出现下滑，整体衣柜的产、销量小幅增长，产销率维持在100%左右；同期末公司存货账面价值4.75亿元，同比减少4.61%。但受行业需求收缩及市场竞争加剧等因素影响，公司规划及在建产能或面临一定的产能消化压力，需持续关注下游需求变化，调整投资进度及规划落地情况。

**表7 2024年公司主要产品产销量情况**

主要产品	生产量	生产量比上年增减	销售量	销售量比上年增减	库存量	库存量比上年增减
整体橱柜（套）	637,734	-9.72%	642,145	-9.44%	25,815	-14.59%
整体衣柜（套）	371,216	3.04%	368,553	3.16%	7,177	58.99%
木门（樘）	311,040	-7.28%	314,369	-4.23%	4,949	-40.22%

资料来源：公司2024年年报，中证鹏元整理

**2024年主要原材料价格整体下行在一定程度上缓解公司成本压力，且供应商数量多、集中度低，能避免对单个供应商的依赖**

材料是公司成本的主要构成，2024年占比超80%，材料采购价格的变动对公司生产成本将产生较大影响，但以销定产的生产模式有利于合理安排采购计划，提高营运资金使用效率。分品种看，材料以板材、台板和五金配件为主，2024年以来板材、五金价格波动下行，一定程度缓解公司成本压力。公司与主要供应商建立了战略合作关系，通过签订年度框架合同，根据实际需要下订单。结算方面，通常采取先收货后付款的结算方式，按月结算，以电汇或承兑汇票支付，供应商一般会给予公司1-3个月左右的信用期。公司合格供应商数量较多，2024年前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为19.89%，供应商集中度较低，能有效避免对单个供应商的依赖。

**表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
材料	19.81	80.40%	20.96	81.85%
人工	2.49	10.09%	2.47	9.66%
费用	2.34	9.51%	2.17	8.49%
<b>合计</b>	<b>24.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.60</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

此外，2024年公司继续通过股权转让、股权投资基金等方式对外开展投资，包括重庆啄木鸟网络科技有限公司（线上家庭维修服务平台公司）股权、远孚物流集团有限公司（供应链平台，物流服务）股权，投资金额合计0.48亿元，涉及产业链上下游，有利于公司在产业链的进一步延伸布局。2024年公司相关权益投资在持有期间取得的各类收益<sup>2</sup>合计746.36万元，较上期小幅增加。截至2024年末公司相关投资明细见下表。

**表9 截至 2024 年末公司产业链相关投资明细（单位：万元）**

企业名称	主营业务	入账科目	账面价值
福建远孚易居科技有限公司	家居建材的供应链与物流管理	长期股权投资	459.36
厦门融技精密科技有限公司	智能卫浴、智能马桶等产品的生产制造	长期股权投资	3,068.00
厦门市得尔美卫浴有限公司	龙头、花洒等厨卫产品的生产制造	长期股权投资	2,126.74
玛格家居股份有限公司	定制家居	其他权益工具投资	5,000.00
江苏吉福新材料股份有限公司	江苏生产供应链企业，核心供应商之一	其他权益工具投资	3,309.57
深圳聚悠米实业有限公司	建筑工程服务、线上家装解决方案等	其他权益工具投资	1,064.52
珠海崇简企业管理合伙企业（有限合伙）	投资基金，重点不仅建筑科技、工业物联网等新兴行业	其他非流动金融资产	4,076.74
安徽弗仕通实业有限公司	建材生产销售	其他非流动金融资产	450.00
深圳市德韬汇鑫天使投资合伙企业（有限合伙）	创业投资，聚焦智能家居、智能制造领域	其他非流动金融资产	3,612.04
宁波轻美电器科技有限公司	净水产品的生产制造	其他非流动金融资产	1,000.00
Collov, Inc.	室内设计	其他非流动金融资产	2,875.36

<sup>2</sup> 包括投资收益中权益法核算的长期股权投资收益及其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入。

WoodpeckerInternationalINC	线上家庭维修服务平台公司	其他非流动金融资产	2,298.40
远孚物流集团有限公司	总部上海，供应链平台，提供物流服务	其他非流动金融资产	2,169.55
<b>合计</b>	-	-	<b>31,510.28</b>

资料来源：公司年报，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内公司资本实力小幅提升，资产仍以现金类资产、存货和厂房设备等经营性资产为主，资产质量仍较好；公司盈利阶段性承压且需关注未来收入结构调整及产能爬坡对盈利能力的影响；短债占比仍较高，但公司主业生现能力较强且现金类资产充足，整体债务压力不大

### 资本实力与资产质量

受益于自身的经营积累，跟踪期内公司所有者权益保持增长，受公司负债中高周转的经营性负债波动影响，公司产权比率小幅波动，整体而言，公司所有者权益对负债的保障程度一般。

跟踪期内，公司资产仍由现金类资产（货币资金、交易性金融资产）、存货和厂房设备（固定资产、在建工程、无形资产）等经营性资产为主，2025年3月末上述资产占总资产比重为75.93%。随着项目持续投入和完工转固以及理财产品陆续到期，跟踪期内固定资产、在建工程及交易性金融资产的占比变动较大。同时受部分补贴款尚未收回及给优质代理商授信额度增加影响，2024年末公司应收账款同比大幅增长，但应收账款规模整体仍较小，且以一年以内为主。截至2024年末，公司资产中有248.09万元的货币资金因保证金或冻结受限，无其他受限资产。整体来看，公司现金类资产储备充足，流动资产周转较快，资本性投入较大，受限资产较少，整体资产质量较好。

图3 公司资本结构

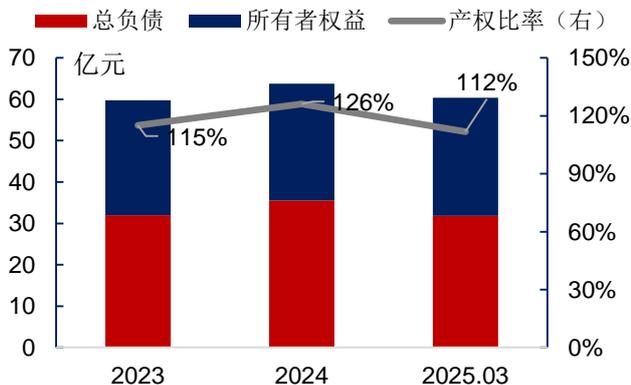
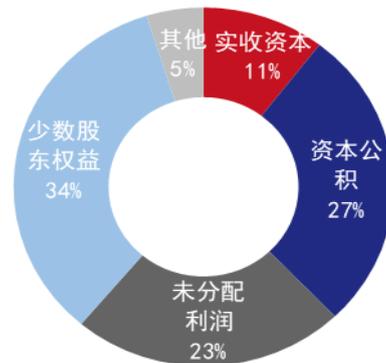


图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

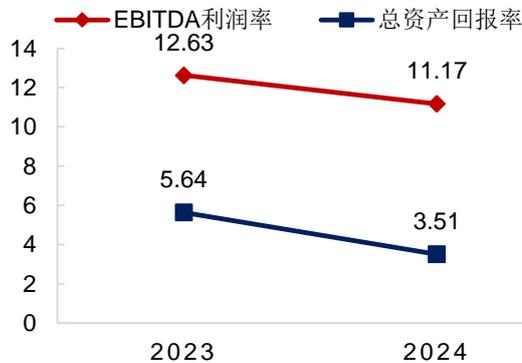
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.90	9.77%	9.09	14.27%	7.88	13.20%
交易性金融资产	8.42	13.94%	10.98	17.24%	13.77	23.06%
应收账款	2.58	4.28%	2.45	3.84%	1.51	2.53%
存货	5.27	8.74%	4.75	7.46%	4.98	8.35%
<b>流动资产合计</b>	<b>26.60</b>	<b>44.06%</b>	<b>29.95</b>	<b>47.00%</b>	<b>29.71</b>	<b>49.74%</b>
其他权益工具投资	1.04	1.73%	0.94	1.48%	1.45	2.42%
其他非流动金融资产	1.63	2.70%	1.65	2.59%	1.14	1.91%
固定资产	21.14	35.01%	21.03	33.01%	16.99	28.45%
在建工程	2.18	3.61%	2.29	3.60%	4.09	6.84%
无形资产	2.93	4.86%	2.93	4.60%	2.94	4.92%
<b>非流动资产合计</b>	<b>33.78</b>	<b>55.94%</b>	<b>33.77</b>	<b>53.00%</b>	<b>30.02</b>	<b>50.26%</b>
<b>资产总计</b>	<b>60.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>63.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>59.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2024年，在房地产市场疲弱和消费者信心不足双重冲击下，公司营业利润出现下滑。公司推行的新零售及海外战略尚处投入期，前期费用、员工薪酬福利等刚性成本支出较多，同期期间费用仍维持较大规模且有小幅增长，对利润形成一定挤压，政府补助亦有小幅下滑，使得EBITDA利润率、总资产回报率均出现下滑，公司盈利阶段性承压。考虑到当前行业需求不振，公司在建及规划产能较多，未来产能爬坡期受固定资产折旧摊销的影响，对公司利润可能产生一定影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

2024年公司债务规模基本维持稳定，总债务包括应付债券、短期借款、应付票据及少量租赁负债，短期债务占比仍较高，考虑到公司货币资金充裕，整体债务压力仍可控。公司短期借款的来源及成本与应付票据类似，仍主要系公司通过给子公司开票，然后由子公司向银行贴现的模式新增借款，并通过现金管理等方式提高资金收益，2024年末该类短期借款占比达87.53%。应付债券系本期债券，2024年末因发行可转债利息小幅增长。

公司经营性负债主要包括应付账款及合同负债，主要是应付及预收的货款，周转较快。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.07	22.19%	7.89	22.20%	6.82	21.35%
应付票据	0.98	3.08%	0.86	2.42%	1.42	4.46%
应付账款	4.80	15.07%	6.54	18.40%	6.93	21.70%
合同负债	5.53	17.36%	6.51	18.32%	4.41	13.79%
其他应付款	2.25	7.07%	2.40	6.75%	2.08	6.51%
一年内到期的非流动负债	0.16	0.49%	0.15	0.43%	0.17	0.52%
<b>流动负债合计</b>	<b>22.41</b>	<b>70.34%</b>	<b>26.25</b>	<b>73.87%</b>	<b>23.51</b>	<b>73.57%</b>
应付债券	7.78	24.43%	7.70	21.69%	7.41	23.20%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.45</b>	<b>29.66%</b>	<b>9.28</b>	<b>26.13%</b>	<b>8.44</b>	<b>26.43%</b>
<b>负债合计</b>	<b>31.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.95</b>	<b>100.00%</b>
总债务	16.22	50.92%	16.86	47.46%	16.14	50.52%
其中：短期债务	8.21	50.60%	8.90	52.79%	8.41	52.11%
长期债务	8.01	49.40%	7.96	47.21%	7.73	47.89%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务模式为以销定产、先款后货为主，故现金生成能力较强，2024年应付账款及预收账款仍维持较大规模，占用上下游资金，经营活动现金净额仍为正，盈余现金充裕使得净债务继续为负数；2025年一季度公司在销售淡季及加大原材料备货下，经营现金流呈现季节性净流出。公司债务主要为商业票据和本期债券，利息负担较小，相关偿债指标继续表现较好。考虑到公司经营收现较好，现金类资产储备充足，面临的债务压力不大。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

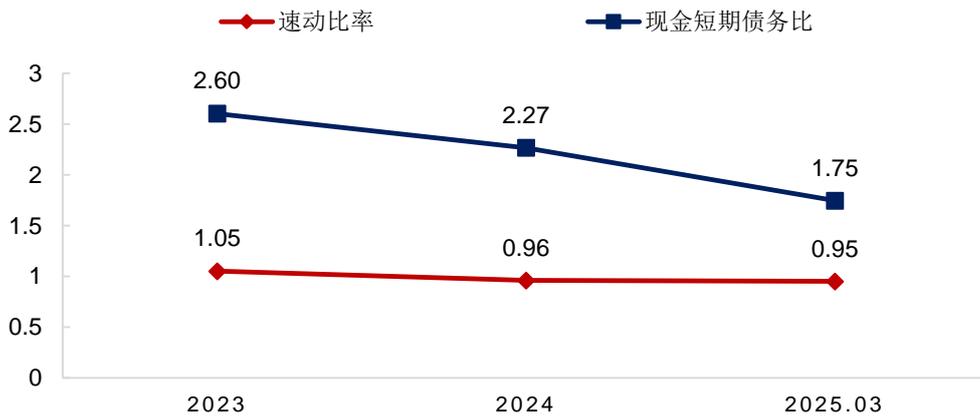
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-4.16	3.82	6.44
FFO（亿元）	--	1.64	2.82
资产负债率	52.76%	55.76%	53.50%
净债务/EBITDA	--	-0.61	-1.04

EBITDA 利息保障倍数	--	11.42	19.21
总债务/总资本	36.25%	37.43%	36.76%
FFO/净债务	--	-69.04%	-58.74%
经营活动现金流净额/净债务	-203.75%	-160.45%	-134.12%
自由现金流/净债务	-240.06%	50.93%	-16.45%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年随着理财产品到期，公司现金类资产下降，现金短期债务比下降，但货币资金对短期债务的覆盖程度仍较好。而受四季度国补及行业季节性波动等因素带动，公司订单增加带动合同负债增长，存货规模持平，使得速动比率有所下滑，整体来看公司流动性表现尚可。考虑到公司作为上市公司，外部融资渠道畅通，截至2025年3月末，公司已签署但尚未使用的银行授信余额为7.91亿元，较为充足，可抵押的固定资产较多，融资弹性较好，整体获取流动性资源的能力较强。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（本部：2025年5月27日、江苏金牌：2025年6月5日），公司本部、江苏金牌不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年5月30日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保金额为673.71万元，均系为符合条件的工程代理商向客户开具的投标、

预付款、履约、质量等保函提供担保，担保事项均要求工程代理商提供反担保，反担保措施包括抵质押、实际控制人及配偶连带担保等方式。由于公司对外担保主体较为分散，且金额相对不大，公司对外担保或有负债风险可控。

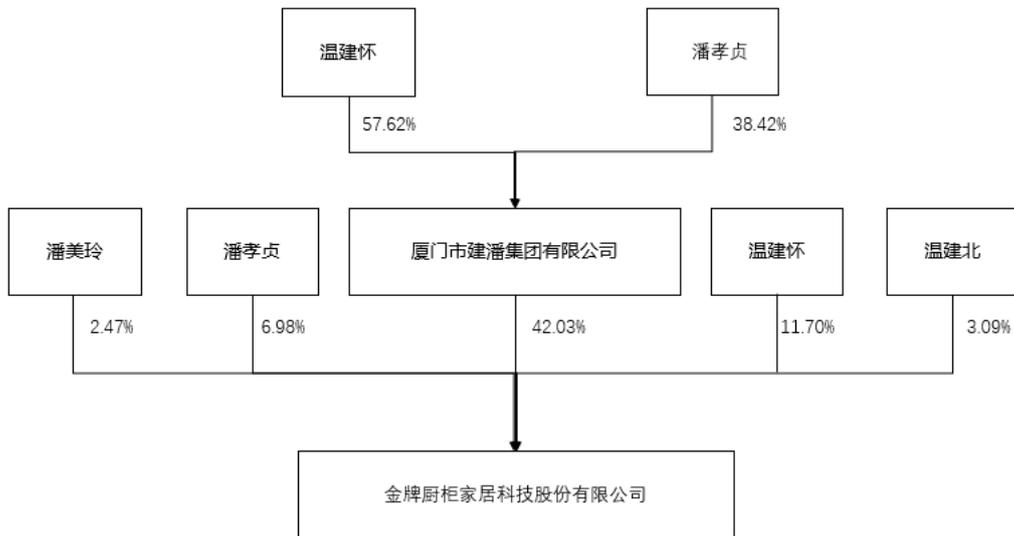
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	5.90	9.09	7.88	5.97
交易性金融资产	8.42	10.98	13.77	8.21
流动资产合计	26.60	29.95	29.71	22.51
固定资产	21.14	21.03	16.99	14.26
非流动资产合计	33.78	33.77	30.02	26.12
资产总计	60.38	63.72	59.73	48.64
短期借款	7.07	7.89	6.82	6.73
应付账款	4.80	6.54	6.93	6.71
合同负债	5.53	6.51	4.41	3.27
一年内到期的非流动负债	0.16	0.15	0.17	0.17
流动负债合计	22.41	26.25	23.51	21.87
应付债券	7.78	7.70	7.41	0.00
非流动负债合计	9.45	9.28	8.44	0.75
负债合计	31.86	35.53	31.95	22.61
总债务	16.22	16.86	16.14	8.68
其中：短期债务	8.21	8.90	8.41	8.53
长期债务	8.01	7.96	7.73	0.15
所有者权益	28.52	28.19	27.77	26.02
营业收入	5.87	34.75	36.45	35.53
营业利润	0.32	1.99	2.95	2.89
净利润	0.32	1.93	2.90	2.73
经营活动产生的现金流量净额	-4.16	3.82	6.44	2.47
投资活动产生的现金流量净额	1.76	-2.40	-10.97	-5.66
筹资活动产生的现金流量净额	-0.78	-0.21	6.44	1.52
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.88	4.61	4.23
FFO（亿元）	--	1.64	2.82	2.44
净债务（亿元）	2.04	-2.38	-4.80	-4.98
销售毛利率	29.96%	28.68%	29.58%	29.46%
EBITDA 利润率	--	11.17%	12.63%	11.92%
总资产回报率	--	3.51%	5.64%	6.30%
资产负债率	52.76%	55.76%	53.50%	46.50%
净债务/EBITDA	--	-0.61	-1.04	-1.18
EBITDA 利息保障倍数	--	11.42	19.21	214.66
总债务/总资本	36.25%	37.43%	36.76%	25.00%
FFO/净债务	--	-69.04%	-58.74%	-49.01%

经营活动现金流净额/净债务	-203.75%	-160.45%	-134.12%	-49.57%
速动比率	0.95	0.96	1.05	0.79
现金短期债务比	1.75	2.27	2.60	1.71

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月 12 日）



注：股权结构图只列示前五大股东。

资料来源：企业预警通

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录四 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>A</b>	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>B</b>	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号